

حکمرانی مدیران و ریسک ورشکستگی با توجه به تمرکز بازار صنعت

دکتر فاطمه صراف

استادیار گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).

aznyobe@yahoo.com

فاطمه امینی زاده

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

fatimaaamini1375@gmail.com

چکیده

برخی از مطالعاتی که به عوامل و رویدادهایی که منجر به ورشکستگی می شوند توجه نداشتند، ویژگی ها و فرصت طلبی مدیران و همچنین رقابت پذیری میان شرکت ها را در این زمینه مؤثر دانسته اند. هدف این تحقیق بررسی رابطه حکمرانی مدیران و ریسک ورشکستگی با توجه به تمرکز بازار صنعت است. پژوهش انجام شده از نظر نوع هدف، جزء پژوهش های کاربردی است و روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی همبستگی هست. انجام پژوهش در چارچوب استدلال قیاسی - استقرایی صورت گرفته و برای تجزیه و تحلیل فرضیه ها از تحلیل پانلی کمک گرفته شده است. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک، ۱۱۶ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده در دوره زمانی ۹ ساله بین سال های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ مورد تحقیق قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش نشان داد بین حکمرانی مدیران و ورشکستگی شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد، اما هیچ یک از شاخص های تمرکز بازار صنعت بر این رابطه تأثیرگذار نیستند.

واژگان کلیدی: حکمرانی مدیران، ریسک ورشکستگی، تمرکز بازار صنعت.

مقدمه

انگیزه شناخت عوامل مؤثر بر ریسک ورشکستگی شرکت ها در تحقیقات مختلف مورد توجه قرار گرفته است (گریشونینا و همکاران^۱، ۲۰۲۲). ارزیابی و برآورد ریسک ورشکستگی برای مدیران در تصمیم گیری برای بهبود عملکرد مالی شرکت مهم است، اما همچنین برای سرمایه گذارانی که قبل از تصمیم گیری سرمایه گذاری در سهام یا اوراق قرضه، اعتباردهندگان و خود شرکت آن را در نظر می گیرند، مهم است. ورشکستگی به وضعیتی گفته می شود که در آن بدهی های شرکت در فرایند تولید و عملیات بیش از دارایی های آن باشد و شرکت قادر به پرداخت بدهی های خود نباشد (جمالی و همکاران، ۱۴۰۰). برخی از مطالعات به عوامل و رویدادهایی که منجر به ورشکستگی می شوند توجه نداشتند، برخی به تحلیل اخلاقیات مدیران و برخی به اعمال مدیران ارشد، رقابت میان شرکت ها توجه داشته اند و هر یک از مطالعات عواملی را در پیش بینی ورشکستگی مؤثر دانسته اند (ماکیویچوس و همکاران^۲، ۲۰۱۹). در حوزه عوامل مربوط به

¹ Grishunina

² Mackevičius

مدیران و رفتار آنها یکی از عوامل مورد توجه، حکمرانی مدیران^۱ یا ایجاد امپراتوری توسط مدیران است. انگیزه ساخت امپراتوری با درجه عدم اطمینان، ساختار طرح پاداش مدیریتی و درجه ریسک گریزی و ترجیح برای احتیاط مرتبط است (براگولی^۲، ۲۰۲۱). ایجاد این امپراتوری در راستای فرصت طلبی مدیران است که به چند صورت بر تصمیم‌های بودجه‌بندی سرمایه بهینه شرکت‌ها و طرح‌های جبرانی مرتبط تأثیر دارد. شمس و همکاران^۳ (۲۰۲۲) معتقدند مدیران سازنده امپراتوری، از طریق تصمیمات خود، به طور فرصت طلبانه‌ای شرکت‌های خود را فراتر از اندازه مطلوب رشد می‌دهند. تصمیمات فرصت طلبانه، مانند مخارج سرمایه‌ای بیش از حد، رشد دارایی‌ها فراتر از سطح بهینه و کسب شرکت‌های جدید، اغلب با اهدافی مانند دستیابی به قدرت، اعتبار و موقعیت، دریافت بسته‌های پاداش بیش از حد و نگهداری منابع استفاده نشده تحت کنترل مدیریتی همراه است (کاترین^۴، ۲۰۲۲). یانگ و همکاران^۵ (۲۰۱۴) معتقدند مدیران با انگیزه‌های بالا برای ایجاد امپراتوری مدیریتی، اطلاعات گزارش بخش را به صورت هدفمند پنهان می‌کنند که منجر به کیفیت گزارش‌دهی بخش پایین‌تر می‌شود. همچنین ایجاد توازن بین وجوه نقد موجود و نیازهای نقدی از مهم‌ترین عوامل سلامت اقتصادی واحدهای تجاری و تداوم فعالیت آنهاست (اسمعیلی و گوگردچیان، ۱۳۹۶)؛ بر این اساس می‌توان گفت انگیزه ایجاد امپراتوری و حکمرانی مدیران با تأثیر بر کیفیت گزارشگری مالی، می‌تواند بر ریسک ورشکستگی شرکت‌ها مؤثر باشد.

همچنین در مورد عوامل رقابتی موجود در سطح بازار، تمرکز بازار صنعت نیز می‌تواند یکی از عوامل مؤثر بر ریسک ورشکستگی باشد. رقابت در بازار محصول نقش مهمی در انگیزه‌های مدیران دارد رایت^۶ (۲۰۰۳) بیان می‌کند وقتی رقابت بیشتر باشد، انتظار می‌رود سودآوری و ارزش تلاش مدیران بیشتر شود، در نتیجه شرکت‌ها انگیزه‌های قوی‌تری به مدیران خود خواهند داد تا مدیران از هزینه‌های شرکت بکاهند. رقابت در بازار محصول اعمال نظرهای مدیریتی را محدود می‌کند و بنابراین می‌تواند به عنوان یک مکانیزم بیرونی حاکمیت شرکتی عمل نماید. همچنین می‌تواند عوامل خاص بازار را تقویت کند. همچنین رقابت در بازار محصول مدیران را مجبور می‌کند به منظور حفظ خود در بازار ارزش شرکت به حداکثر رسانند. (سامنی، ۱۳۹۹)؛ که از این لحاظ می‌تواند بر رفتارها فرصت طلبانه مدیران مؤثر باشد. بر این اساس در این پژوهش به بررسی این سؤالات پرداخته می‌شود که آیا ایجاد حکمرانی توسط مدیران بر ریسک ورشکستگی شرکت مؤثر است و دیگر اینکه آیا رقابت بازار محصول با تأثیرگذاری بر دسترسی مدیران به جریان وجه نقد این رابطه را تحت تأثیر قرار می‌دهد یا خیر؟

پیشینه تحقیق

براگولی^۷ (۲۰۲۱) در تحقیقی با عنوان مدل‌های یادگیری ماشینی برای پیش‌بینی ورشکستگی: با در نظر داشتن نقش متغیرهای صنعتی نشان دادند که متغیرهای صنعتی/منطقه‌ای در ریسک ورشکستگی مهم هستند. علاوه بر این، تعلق به یک منطقه، داشتن یک محصول بالا و سهم بازار بیشتر (تمرکز بازار صنعت)، احتمال ورشکستگی را کاهش می‌دهد. رودریگز مسارو و همکاران^۸ (۲۰۲۰) در تحقیقی با عنوان سودمندی جریان نقد عملیاتی برای پیش‌بینی ورشکستگی، نشان دادند اطلاعات ارائه شده توسط صورت‌های جریان نقدی هنگام تصمیم‌گیری در مورد اعطای وام به بنگاه‌های

¹ Managers' Empire Building

² Bragoli

³ Shams

⁴ Katrin

⁵ Young

⁶ Raith

⁷ Bragoli

⁸ Rodríguez-Masero ,

اقتصادی می‌تواند در پیش‌بینی ریسک ورشکستگی آنها مؤثر باشد. یانگ و نگویان^۱ (۲۰۲۰) در تحقیقی با عنوان توانایی مدیریتی، رقابت در بازار محصول و رفتار شرکت نشان دادند توانایی مدیریتی با رشد سهم بازار ارتباط مثبت دارد. هنگام مواجهه با تهدیدهای رقابتی، مدیران با توانایی بالا نسبت به هزینه‌های سرمایه‌گذاری بیشتر در تحقیق و توسعه سرمایه‌گذاری می‌کنند. علاوه بر این، توانایی مدیریتی ارزش شرکت را در مقابل رقابت افزایش می‌دهد بیون و ژو^۲ (۲۰۱۵) در بررسی رابطه رقابت بازار محصول و تصمیمات مالی در طول یک بحران مالی نشان دادند در طول بحران مالی ۲۰۰۷-۲۰۰۸، شرکت‌هایی که قبل از بحران کمتر به تأمین مالی خارجی (تأمین مالی داخلی) وابسته بودند، توانستند تأمین مالی اضافی را تأمین کنند. در حالی که شرکت‌های وابسته به امور مالی خارجی به‌طور قابل توجهی تأمین مالی و سرمایه‌گذاری خارجی خود را کاهش دادند. افزایش سرمایه‌گذاری شرکت‌های وابسته به تأمین مالی داخلی در طول بحران با رشد بیشتر سهم بازار همراه بود، در حالی که شرکت‌های وابسته تأمین مالی خارجی سهم بازار خود را از دست دادند. این نتایج نشان می‌دهد که تصمیمات مالی شرکت‌ها در طول بحران مالی با ابعاد بازار محصول آنها مرتبط است. نتایج تحقیق مرفوع و حسن‌زاده (۱۳۹۹) در پژوهشی با عنوان مدیریت سود؛ رفتارهای فرصت‌طلبانه، مکانیزم نظارتی و درماندگی مالی نشانگر وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین مدیریت سود و درماندگی مالی می‌باشد. همچنین بین نسبت بدهی (که متغیری برای اندازه‌گیری مکانیزم‌های نظارتی است) و مدیریت سود رابطه منفی و معنادار وجود دارد. از طرف دیگر بین هر دو پروکسی رفتارهای فرصت‌طلبانه (جریان نقد آزاد و نسبت سودآوری) و مدیریت سود رابطه معنادار یافت شد. مختاری (۱۳۹۹) در بررسی تأثیر فرصت‌طلبی مدیران بر عملکرد نسبی سود شرکت نشان دادند فرصت‌طلبی مدیران بر عملکرد نسبی سود شرکت تأثیر معنادار و معکوس دارد یعنی به عبارتی هرچه قدر فرصت‌طلبی مدیران کاهش پیدا کند عملکرد نسبی همان قدر افزایش پیدا می‌کند. داداشی و امیری لولاکی (۱۳۹۸) در مطالعه‌ای با عنوان تنوع شرکتی و ریسک ورشکستگی؛ با تأکید بر راهبردهای تمایز و رهبری هزینه نشان دادند که برخلاف مباحث تئوریک، تنوع شرکتی اثر معناداری بر ریسک ورشکستگی شرکت‌ها ندارد. همچنین هیچ‌گونه تأثیر معناداری از سوی راهبرد تمایز و رهبری هزینه بر رابطه بین تنوع شرکتی و ریسک ورشکستگی مشاهده نشد. ایرجی راد و همکاران (۱۳۹۷) در مطالعه‌ای با عنوان بررسی تأثیر جریان نقد آزاد، درماندگی مالی و مکانیزم‌های نظارتی بر مدیریت سود نشان می‌دهد که ارتباط مثبت و معناداری بین درماندگی مالی با مدیریت سود وجود دارد. همچنین رابطه مثبت و معناداری بین جریان نقد آزاد و مدیریت سود یافت شد که مدیران شرکت‌ها برای بهتر نشان دادن وضعیت و عملکرد شرکتشان و حفظ ارزش سهام و فرار از زیان‌ها و یا بعضاً سودهای با نوسان بسیار شدید دست به اقداماتی می‌زنند که منجر به هموارسازی سود و زیان شرکت‌ها و درنهایت درماندگی مالی می‌شود

چارچوب نظری و فرضیات تحقیق

حکمرانی مدیران و ریسک ورشکستگی

ورشکستگی شرکت حاصل یک یا ترکیبی از عوامل داخلی و یا خارجی است (ترانگ و همکاران^۳، ۲۰۲۲) برای مثال اشتباهات مدیریتی ناشی از تعهد ناکافی و یا تجربه در صنعت نامناسب، ریسک طلبی مدیران، عدم تعهد و انگیزه برای رهبری مؤثر شرکت، امتناع یا عدم موفقیت در تنظیم ساختار مدیریتی و عملیاتی شرکت به واقعیت‌های جدید، سیاست‌های نامناسب و ناکارآمد شرکت، شرایط اقتصادی، تغییر در قوانین و روبه‌زوال رفتن صنعت برخی از این عوامل می‌باشد (داداشی و امیری، ۱۳۹۸). همان‌طور که ذکر شد؛ انگیزه ایجاد حکمرانی و امپراتوری توسط مدیران که متأثر از

¹ Yang, K., Negoyen

² Byoun, & Xu

³ TRUONG

رفتار فرصت طلبانه مدیران و دسترسی آنها به جریان وجه نقد است، می‌تواند سلامت مالی و ورشکستگی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد. تصمیم مدیران به حفظ منابع بلااستفاده ممکن است ناشی از ملاحظات شخصی باشد و نوعی هزینه نمایندگی ایجاد می‌کند. بر اساس تئوری نمایندگی ناسازگاری انگیزه‌های مدیران و سهامداران موجب می‌شود مدیران با فرصت طلبی، شرکت را بیشتر از اندازه بهینه آن توسعه دهند یا منابع بلااستفاده را برای افزایش مطلوبیت شخصی خود حفظ نمایند. انگیزه‌های مدیران برای انجام چنین اقداماتی مقام، قدرت، پاداش و شهرت است. این مسئله به‌عنوان حکمرانی مدیران نامیده می‌شود (اقایی و حسنی، ۱۳۹۳). جریان‌های نقدی آزاد شاخصی است که به‌طور معمول برای مسئله نمایندگی استفاده شده و ناشی از انگیزه مدیران است. جریان‌های نقدی آزاد به‌عنوان پول نقد بیش از مورد نیاز در دسترس تأمین مالی همه پروژه‌ها یا ارزش فعلی خالص مثبت تعریف شده است. جریان نقدی آزاد زمانی ایجاد می‌شود که عدم تطابق بین وجه نقد در دسترس و چشم‌اندازهای آتی رشد وجود دارد. جریان نقدی آزاد بالا، ممکن است فرصتی برای مدیران به‌منظور مدیریت سود و خلق مسئله نمایندگی، فراهم نماید. جریان نقدی آزاد، مازاد جریان نقدی است که به‌منظور تأمین مالی هر پروژه‌ای که ارزش فعلی مثبتی داشته باشد، به‌راحتی در دسترس است.

رابطه ایجاد حکمرانی مدیریتی و ریسک ورشکستگی را می‌توان تحت تأثیر نقش آن بر گزارشگری مالی دانست. شرکت‌هایی که جریان نقد آزاد در آنها بالا می‌باشد و فرصت‌های رشد کمی دارند، درگیر مسائل نمایندگی می‌گردند و مدیران در آن شرکت‌ها، مایل به استفاده از ابزارهای فزاینده درآمد به‌منظور افزایش سود گزارش شده هستند (کاترین، ۲۰۲۲). از طرف دیگر مدیران شرکت‌ها در شرکت‌های درمانده به دنبال دادن اخبار خوب به بازار هستند تا از کاهش ارزش شرکت جلوگیری کنند (بامبر^۱، ۲۰۱۰)؛ بنابراین با وجود درماندگی مالی، دست‌کاری اطلاعات صورت‌های مالی با وجود تضاد منافع و عدم تقارن اطلاعاتی، فراهم می‌گردد. یافته‌های مطالعات (شمس‌الدین و همکاران^۲، ۲۰۱۶) نشان داد شرکت‌ها زمانی که شرکت جریان نقدی مثبتی را از فعالیت‌های عملیات روزانه تولید می‌کند و از جوجه نقد تولید شده برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های آتی و بدهی‌های بلندمدت استفاده می‌کند، احتمال بیشتری دارد که وضعیت پریشانی مالی را تجربه کنند.

از طرفی مدیران گاهی اوقات اهداف خود را با هزینه‌های سهامداران دنبال می‌کنند و هزینه‌های نمایندگی را ایجاد می‌کنند. انگیزه آنها «ساختن امپراتوری» برخی اوقات می‌تواند به ضرر سرمایه‌گذاران به نفع خودشان باشد. با رشد شرکت، مدیران با افزایش منابع به کار گرفته‌شده تحت کنترل خود اعتبار بیشتری به دست می‌آورند و همچنین ممکن است بتوانند در صورت بزرگ کردن شرکت، پاداش بیشتری دریافت کنند. به‌این ترتیب، مدیرانی که قصد ساختن یک امپراتوری را دارند، ممکن است کسب و کارهای زیان‌آور را فقط برای به حداکثر رساندن منافع شخصی خود حفظ کنند. برای حل این مشکل، سرمایه‌گذاران به دنبال افشای با کیفیت بالا برای نظارت بر تصمیمات مدیریتی و کاهش هزینه‌های نمایندگی هستند (آرمسترانگ و همکاران^۳، ۲۰۱۰؛ فو و همکاران^۴، ۲۰۱۲). این به مدیران شرکت‌ها انگیزه می‌دهد تا نظارت مؤثر بر اطلاعات را محدود می‌کند. به این معنا که برای کاهش نظارت، مدیران احتمال دارد که اطلاعات عملکرد را با استفاده از اختیار در افشای مالی پنهان کنند که به‌هرحال در زمانی که به‌ناچار این اخبار نامناسب در مورد وضعیت شرکت افشا می‌شود؛ می‌تواند بیانگر وضعیت نامناسب سلامت مالی شرکت باشد و در نتیجه بر ریسک ورشکستگی مؤثر باشد. (یانگ، ۲۰۱۴) بر این اساس فرضیه اول به شرح زیر ارائه می‌شود:

فرضیه اول: بین ایجاد حکمرانی توسط مدیران و ریسک ورشکستگی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

¹ Bamber

² Shamsudin

³ Armstrong

⁴ Fu et al

تأثیر تمرکز بازار صنعت، ایجاد حکمرانی توسط مدیران و ریسک ورشکستگی

تمرکز بازار صنعت ماهیت و میزان رقابت در بازار یک صنعت را تبیین می‌کند. دو مؤلفه اصلی موردنظر در این تعریف تعداد بنگاه‌های موجود در بازار و نحوه توزیع قدرت بازاری در بین آنهاست. (مهرگان و تیموری، ۱۳۹۹). تمرکز بازار صنعت دلالت بر آن دارد که چه میزان از کل تولیدات بازار یک محصول در اختیار تعداد محدودی از شرکت‌های صنعت مربوطه است. طبیعی است هرچه تعداد بنگاه‌های یک صنعت کمتر باشد آن صنعت از تمرکز بیشتری برخوردار است. با نگاهی به شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌توان دریافت که در صنایع مهمی چون پتروشیمی، فولاد، خودروسازی و واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری و... تعدادی شرکت‌های بزرگ سهم عمده فروش در صنعت مربوطه را در اختیار داشته و اعمال تمرکز بازار در اختیار تعداد محدودی از این نوع شرکت‌ها است. این دسته از شرکت‌ها همان‌طور که پیشتر نیز اشاره شد، به دلیل تسلط بر بازار از درآمدهای فروش بالاتری در مقایسه با سایر شرکت‌های صنعت برخوردارند، توانایی دسترسی به منابع مالی بازار سرمایه را نیز دارند (خیرخواه و همکاران، ۱۳۹۸).

استدلال اصلی علم اقتصاد بر این میناستوار است که رقابت در بازار محصولات، مکانیسمی عالی برای تخصیص بهینه‌ی منابع تشکیل داده و دارای اثرهای انضباطی بر رفتار مدیران و بی‌کفایتی‌های آنان است. رقابت در بازار محصولات می‌تواند منجر به افزایش یا کاهش مشکلات نمایندگی و تحریف گزارشگری مالی شود؛ همچنین می‌تواند اثراتی بر انگیزه مدیران در خصوص دست‌کاری سود یا رفتار فرصت‌طلبانه آنها، داشته باشد (مارکایان و سانتلو، ۲۰۱۴)؛ به همین دلیل در صورتی که شرکت عملکرد مناسبی نسبت به رقبای نداشته باشد، ممکن است مدیریت به منظور حفظ حسن شهرت خود درصدد دستکاری سود شرکت برآید (مرادی و همکاران، ۱۳۹۹). همچنین روش دیگری از طریق آن رقابت صنعت می‌تواند وضعیت سلامت شرکت‌ها و کیفیت گزارشگری مالی آنها را تحت تأثیر قرار دهد، مربوط به نقش رقابت به‌عنوان مکانیزم انضباطی رفتار مدیریت است. طبق این دیدگاه، یک درجه بالاتر از رقابت می‌تواند مشکل نمایندگی بین مدیران و سهامداران را کاهش دهد و بنابراین مدیران را از انجام رفتار فرصت‌طلبانه مانند دستکاری سود بی‌انگیزه کند. طبق دیدگاه دیگر مربوط به کانال تأثیر انضباطی، شدت رقابت می‌تواند تأثیرات نامطلوبی بر رفتار مدیریتی داشته باشد. در صنایع رقابتی، تعداد بیشتری از شرکت‌های سرمایه‌گذاری خارجی برای منابع مالی محدود، کارمندان، سهم بازار و غیره وجود دارد. این می‌تواند مدیران را تحت فشار قرار دهد تا برتری رقابتی خود را نسبت به سایر شرکت‌ها حفظ کنند و بنابراین نگرانی‌هایشان را در مورد شغلشان افزایش دهند. در نتیجه، مدیران احتمالاً یک رفتار مدیریتی فرصت‌طلبانه را اتخاذ می‌کنند که ممکن است در نهایت سلامت مالی شرکت را تحت تأثیر قرار دهد (الدیری و همکاران، ۲۰۲۰)؛ بر این اساس فرضیه دوم به شرح زیر ارائه می‌شود:

فرضیه دوم: تمرکز بازار صنعت بر رابطه بین ایجاد حکمرانی توسط مدیران و ریسک ورشکستگی تأثیرگذار است.

روش تحقیق

روش پژوهش حاضر آرشیوی و پس‌رویدادی است؛ بدین معنی که داده‌های موردنیاز از پایگاه‌های اطلاعاتی مختلف، همانند گزارش‌های سالانه شرکت‌ها و گزارش‌های بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده است. برای آزمون فرضیه‌ها از تجزیه و تحلیل رگرسیون چند متغیره داده‌های ترکیبی (ترکیب داده‌های سری زمانی و مقطع زمانی) استفاده شده است. نمونه پژوهش نیز به روش حذفی از میان آن دسته از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شد که شرایط زیر را داشته باشند:

شرایط انتخابی حجم نمونه آماری پژوهش عبارت‌اند از:

- ۱) شرکت تا قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۴۰۰ در بورس فعال باشد.
- ۲) به دلیل ماهیت خاص فعالیت شرکت‌های هلدینگ، بیمه، لیزینگ، بانک‌ها، موسسات مالی و سرمایه‌گذاری و تفاوت فراوان آن‌ها با شرکت‌های تولیدی و بازرگانی، شرکت انتخابی جز شرکت‌های یاد شده نباشد.
- ۳) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه باشد و شرکت طی بازه زمانی تحقیق سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
- ۴) حداقل ۸ شرکت در صنعت مورد فعالیت شرکت حضور داشته باشد.
- ۵) اطلاعات مالی شرکت در بازه زمانی تحقیق در دسترس باشد.

متغیرها و مدل تحقیق

متغیر وابسته:

متغیر وابسته در این تحقیق ریسک ورشکستگی (BANKRUPTCY) می‌باشد.
برای اندازه‌گیری ریسک ورشکستگی از شاخص آلمن استفاده می‌شود.

در مدل آلمن برای پیش‌بینی وقوع ورشکستگی، از روش تجزیه و تحلیل نسبت‌ها استفاده شده است. این مدل که از پنج نسبت مالی سرمایه در گردش به کل دارایی (X_1)، سود انباشته به کل دارایی (X_2)، درآمد قبل از بهره و مالیات به کل دارایی (X_3)، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری بدهی (X_4)، فروش به کل دارایی (X_5) تشکیل شده به صورت زیر است:

$$Z = 1.2 x_1 + 1.4 x_2 + 3.3 x_3 + 0.6 x_4 + 0.99 x_5$$

در فرمول بالا اگر $Z < 1.2$ ورشکستگی کامل خواهد بود.

اگر $1.2 < Z < 2.9$ حالت مابین ورشکستگی و عدم ورشکستگی،

اگر $Z > 2.9$ حالت سلامت.

متغیر مستقل:

متغیر مستقل در این تحقیق حکمرانی مدیران (Empire Building) است.

در حوزه حسابداری، یکی از شاخص‌های سنجش حکمرانی مدیران، جریان نقد آزاد شرکت است که در واقع معیار فرصت‌طلبی مدیران است. برای اندازه‌گیری انگیزه‌های فرصت‌طلبانه مدیران از جریان نقدی آزاد (FCF) استفاده می‌شود که برابر است با جریان وجه نقد عملیاتی منهای بهره پرداختی و سود سهام پرداختی به سهامداران تقسیم بر جمع دارایی‌ها در سال t متغیر تعدیلگر در این تحقیق تمرکز بازار صنعت می‌باشد. که برای اندازه‌گیری آن از سه شاخص زیر استفاده می‌شود:

شاخص هرفیندال-هیرشمن (HHI):

که برای اندازه‌گیری آن از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$HHI_t = \sum_{i=1}^n \left(\frac{X_i}{X} \right)^2$$

در این رابطه X_i فروش شرکت i و X کل فروش در صنعتی خاص است. در واقع این شاخص تمرکز صنعت را اندازه‌گیری می‌کند و هرچه میزان آن بیشتر باشد بیانگر تمرکز کمتر و رقابت کمتر در صنعت است و برعکس.

شاخص تمرکز ۴ بنگاه عمده (CR4):

که برابر است با نسبت فروش ۸ شرکت بزرگ یک صنعت به کل صنعت (بر اساس اندازه شرکت).

شاخص لرنر (LR):

شاخص لرنر برابر است با قیمت فروش محصولات شرکت منهای هزینه‌های نهایی تولید. این شاخص به صورت مستقیم نشان‌دهنده ویژگی قدرت بازار، یعنی توانایی شرکت برای منظور کردن قیمتی بیشتر از هزینه نهایی است که به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$LR = (\text{Sale} - \text{Cogs} - \text{SG\&A}) / \text{Sale}$$

که در این معادله Sale، فروش، Cogs، بهای تمام‌شده و SG&A نشانگر کالای فروش رفته و هزینه‌های عمومی اداری و فروش است.

همچنین تأثیر متغیرهای کنترلی زیر نیز بر این رابطه بررسی شده است:

رشد شرکت (GROWTH): کل دارایی‌ها در سال t تقسیم‌بر کل دارایی‌ها در زمان سال قبل ($t-1$).

سودآوری شرکت (PROFITABILITY): سود عملیاتی تقسیم‌بر میانگین کل دارایی‌ها در هر سال مالی.

اهرم مالی (LEV): کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها.

اندازه شرکت (SIZE): لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت در پایان سال؛

اندازه حسابرس (SIZE Auditor): در صورتی که شرکت توسط موسسات بزرگ (سازمان حسابرسی و موسسه مفید راهبر)، حسابرسی شده باشد یک و در غیراینصورت صفر.

مدل آماری فرضیه اول:

$$\text{BANKRUPTCY}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Empire Building}_{i,t} + \beta_2 \text{GROWTH}_{i,t} + \beta_3 \text{PROFITABILITY}_{i,t} + \beta_4 \text{LEV}_{i,t} + \beta_5 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_6 \text{SIZE Auditor}_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

مدل آماری فرضیه دوم:

$$\text{BANKRUPTCY}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Empire Building}_{i,t} + \beta_2 \text{HHI}_{i,t} + \beta_3 (\text{Empire Building}_{i,t} * \text{HHI}_{i,t}) + \beta_4 \text{CR4}_{i,t} + \beta_5 (\text{Empire Building}_{i,t} * \text{CR4}_{i,t}) + \beta_6 \text{LR}_{i,t} + \beta_7 (\text{Empire Building}_{i,t} * \text{LR}_{i,t}) + \beta_8 \text{GROWTH}_{i,t} + \beta_9 \text{PROFITABILITY}_{i,t} + \beta_{10} \text{LEV}_{i,t} + \beta_{11} \text{SIZE}_{i,t} + \beta_{12} \text{SIZE Auditor}_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی پژوهش که شمای کلی از وضعیت توزیع داده‌ها را نشان می‌دهد، در جدول زیر نشان داده شده است:

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرها

شاخص‌های پراکندگی					شاخص‌های مرکزی		نام و تعداد متغیرها	
بیشینه	کمینه	انحراف معیار	کشیدگی	چولگی	میانگین	میانگین	علامت اختصاری	متغیرها
۱۲.۷۱	-۳.۷۳	۱.۸۳	۱۸.۴۳	۲.۱۲	۲.۴۴	۲.۷۰	BANKRUPTCY	ریسک ورشکستگی
۰.۵۲	-۰.۵۰	۱۰	۵.۵۵	۰.۰۳	۰.۰۲	۰.۰۳	Empire Building	حکمرانی مدیران
۰.۳۸	۰.۰۰۸	۰.۱۳	۱.۵۲	۰.۴۶	۰.۰۵	۰.۱۴	HHI	شاخص هرفیندال هیرشمن
۰.۷۳	-۰.۶۶	۰.۱۸	۴.۰۹	-۰.۰۷	۰.۱۴	۰.۱۶	LR	شاخص لرنر
۰.۹۱	۰.۱۶	۰.۲۹	۱.۱۶	۰.۱۸	۰.۳۷	۰.۵۱	CR4	شاخص تمرکز ۴ بنگاه عمده
۷.۳۱	-۰.۴۲	۰.۵۱	۷۵.۶۰	۶۶۰	۰.۱۸	۰.۲۹	GROWTH	رشد شرکت
۰.۸۸	-۰.۵۹	۰.۱۷	۴.۰۲	۰.۵۳	۰.۱۴	۰.۱۷	PROFITABILITY	سودآوری شرکت
۱.۸۲	۰.۰۳	۰.۲۰	۴.۶۲	۰.۳۸	۰.۵۶	۰.۵۶	LEV	اهرم مالی
۲۰.۷۶	۱۰.۵۳	۱.۵۸	۴.۲۵	۰.۹۳	۱۴.۳۳	۱۴.۵۹	SIZE	اندازه شرکت
۱	۰	۰.۴۰	۳.۲۲	۱.۴۹	۰	۰.۲۰	SIZE_AUDITOR	اندازه حسابرس

آزمون فرضیه اول تحقیق انتخاب مدل

در انتخاب مدل داده‌های ترکیبی با دو حالت کلی روبرو هستیم. در حالت اول عرض از مبدأ برای کلیه شرکت‌ها یکسان است که در این صورت با روش پول و در حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام شرکت‌ها متفاوت است که در این حالت روش پانل انتخاب می‌شود. برای شناسایی دو حالت مذکور از آزمون اف-لیمر استفاده می‌کنیم.

جدول (۲): آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن فرضیه اول

P-Value	مقدار آماره آزمون	آماره آزمون
۰/۰۰۰	۷.۹۵	آزمون F لیمر
۰/۱۸۷	۸.۷۶	آزمون هاسمن

با توجه به جدول ۲ مقدار احتمال آماره F و آماره کای - دو برای مدل کمتر از ۰/۰۵ هست؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می‌شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می‌دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات تصادفی هست.

جدول (۳): نتایج برآورد فرضیه اول تحقیق

مقدار احتمال	مقدار t	مقدار ضرایب	متغیر
۰.۰۴۸	-۱.۹۸	-۰.۱۲	Empire Building
۰.۰۲۴	۲.۲۵	۰.۱۱	GROWTH
۰.۰۰۰	۲۲.۲۷	۴.۴۵	PROFITABILITY
۰.۰۰۰	-۲۳.۰۶	-۳.۹۹	LEV

۰.۸۴۰	۰.۰۰۰۶	SIZE
۰.۴۴۹	۰.۰۰۰۵	SIZE_AUDITOR
۰.۰۰۰۰	۹.۳۵	C (مقدار ثابت)
۰/۰۰۰	۳۷۲.۳۷	F مقدار
۱.۵۳	۰.۶۸۳۴	ضریب تعیین (R ^۲)
	۰.۶۸۱۵	ضریب تعیین تعدیل شده

در آزمون معنی داری مدل، با توجه به این که مقدار احتمال (P-VALUE) آماره F از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کلی مدل تأیید می شود؛ بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۳، سطح معنی داری آماره t مربوط به متغیر حکمرانی مدیران کوچک تر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۴۸) یعنی معنی دار است، ضریب آن (۰/۱۲-) منفی می باشد و مقدار آماره t برای آن برابر با ۱/۹۸- می باشد این مقدار آماره t در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد؛ با توجه به اینکه شاخص آلتمن معیاری معکوس از ریسک ورشکستگی است؛ می توان گفت، حکمرانی مدیران (جریان نقدی آزاد و فرصت طلبی مدیران)، منجر به افزایش ریسک ورشکستگی می شود؛ در نتیجه فرضیه اول تحقیق تأیید می شود.

آزمون فرضیه دوم تحقیق

انتخاب مدل

در انتخاب مدل داده های ترکیبی با دو حالت کلی روبرو هستیم. در حالت اول عرض از مبدأ برای کلیه شرکت ها یکسان است که در این صورت با روش پول و در حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام شرکت ها متفاوت است که در این حالت روش پانل انتخاب می شود. برای شناسایی دو حالت مذکور از آزمون اف-لیمر استفاده می کنیم.

جدول (۴): آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن فرضیه دوم

P-Value	مقدار آماره آزمون	آماره آزمون
۰/۰۰۰	۷.۸۵	آزمون F لیمر
۰/۳۱۴	۱۳.۷۸	آزمون هاسمن

با توجه به جدول ۲ مقدار احتمال آماره F و آماره کای - دو برای مدل کمتر از ۰/۰۵ هست؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأ رد می شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات تصادفی هست.

جدول (۵): نتایج برآورد فرضیه دوم تحقیق

متغیر	مقدار ضرایب	t مقدار	مقدار احتمال
FCF	-۰.۵۳	-۰.۹۸	۰.۴۷۳
HHI	-۰.۳۰	-۰.۳۲	۰.۷۴۴
Empire Building *HHI	۱.۸۴	۰.۲۸	۰.۷۷
CR4	۰.۱۷	۰.۳۹	۰.۶۹۱
Empire Building *CR4	۰.۱۰	۰.۰۳	۰.۹۶۹
LR	-۰.۲۳	-۱.۳۶	۰.۱۷۲
Empire Building *LR	-۰.۰۸	-۰.۰۶	۰.۹۵۱
GROWTH	۰.۱۰	۲.۱۷	۰.۰۳۰
PROFITABILITY	۴.۴۷	۲۲.۲۸	۰.۰۰۰

۰.۰۰۰		-۲۲.۹۹	-۳.۹۹	LEV
۰.۸۶۲		-۰.۱۷	-۰.۰۰۵	SIZE
۰.۵۰۲		-۰.۶۷	-۰.۰۵	SIZE_AUDITOR
۰.۰۰۰		۸.۹۳	۴.۲۱	C (مقدار ثابت)
۰/۰۰۰	F مقدار احتمال	۱۸۶.۳۱	F مقدار	
۱.۶۴	دوربین واتسون	۰.۶۸۸۴	ضریب تعیین (R ^۲)	
		۰.۶۸۱۱	ضریب تعیین تعدیل شده	

در بررسی معنی دار بودن کلی مدل، با توجه به این که مقدار احتمال (P-VALUE) آماره F از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کلی مدل تأیید می شود؛ بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۵، سطح معنی داری آماره t مربوط به متغیر هر سه شاخص اندازه گیری تمرکز بازار صنعت یعنی (Empire Building *HHI و Empire Building *CR4 و Empire Building *LR) و نقش تعدیلگر آنها بر رابطه میان متغیر مستقل و وابسته بزرگ تر از ۰/۰۵ بوده و به ترتیب برابر با (۰/۷۷) (۰.۹۶۹) و (۰.۹۵۱) است یعنی بی معنی است. این مقدار آماره های t در ناحیه رد فرض صفر قرار نمی گیرد؛ بنابراین می توان نتیجه گرفت که تمرکز بازار صنعت بر رابطه بین ایجاد حکمرانی توسط مدیران و ریسک ورشکستگی تأثیرگذار نیست، در نتیجه فرضیه دوم تحقیق رد می شود.

نتیجه گیری و پیشنهادات

برخی از مطالعات به عوامل و رویدادهایی که منجر به ورشکستگی می شوند توجه توانسته اند؛ برخی به تحلیل اخلاقیات مدیران و برخی به اعمال مدیران ارشد، رقابت میان شرکتها توجه داشته اند. در حوزه عوامل مربوط به مدیران و رفتار آنها یکی از عوامل مورد توجه، حکمرانی مدیران یا ایجاد امپراتوری توسط مدیران است. یکی از شاخص های سنجش حکمرانی مدیران، جریان نقد آزاد شرکت است که در واقع معیار فرصت طلب مدیران است. ایجاد این امپراتوری به چند صورت بر تصمیم های بودجه بندی سرمایه بهینه شرکتها تأثیر دارد. نتایج فرضیه اول نشان داد که ایجاد حکمرانی مدیران، یعنی دسترسی آنها به جریان نقد آزاد، منجر به افزایش ریسک ورشکستگی می شود. این یافته ها نشان می دهد ایجاد حکمرانی مدیران شرکتها و دسترسی آنها به منابع نقدی به مدیران انگیزه می دهد تا نظارت مؤثر بر اطلاعات را محدود می کند. به این معنا که برای کاهش نظارت، مدیران احتمال دارد که اطلاعات عملکرد را با استفاده از اختیار در افشای مالی پنهان کنند که به هر حال در زمانی که به ناچار این اخبار نامناسب در مورد وضعیت شرکت افشا می شود؛ می تواند بیانگر وضعیت نامناسب سلامت مالی شرکت باشد و در نتیجه بر ریسک ورشکستگی تأثیر مثبت دارد. این نتایج مطابق با یافته های مسارو و همکاران (۲۰۲۰) و یانگ، (۲۰۱۴) است.

مطابق با مبانی نظری فرضیه دوم انتظار بر این بود که نقش تمرکز بازار صنعت به عنوان مکانیزم انضباطی بر رفتار مدیریت و فرصت طلبی آنها مؤثر باشد؛ به این معنی که درجه بالاتر از رقابت بتواند مشکل نمایندگی بین مدیران و سهامداران را کاهش داده و از فرصت طلبی آنها بکاهد اما نتیجه این فرضیه نشان داد که هیچ کدام از شاخص های سه گانه سنجش تمرکز بازار صنعت بر رابطه میان حکمرانی مدیران و ریسک ورشکستگی تأثیرگذار نیست؛ اگرچه تاندازه ای توانسته اند منجر به تعدیل رابطه مثبت شوند. با توجه به این یافته ها پیشنهاد می شود که صاحبان شرکتها نظارت بیشتری به جریان وجه نقد آزاد شرکتها که در اختیار مدیران قرار می گیرد داشته باشند؛ چراکه فرصت طلبی مدیران با انگیزه افزایش پاداش و استفاده از منابع بلااستفاده ناشی از ملاحظات شخصی است و نوعی هزینه نمایندگی ایجاد می کند. همچنین به سهامداران شرکتها نیز پیشنهاد می شود که جریان وجه نقد در دسترس مدیران را که امکان دارد در طرح های بدون بازده مناسب سرمایه گذاری شود مورد نظر داشته باشند. به علاوه پیشنهاد می شود که در بازار سرمایه ایران

تمرکز رقابت محصول و بازار صنعت با دقت به‌عنوان یک مکانیزم کنترلی موردتوجه قرار گیرد؛ چراکه فاقد نقشی تأثیرگذار در محدود کردن فرصت‌طلبی مدیران باشد. در انتها پیشنهاد می‌شود که محققان آتی به بررسی نقش دیگر ویژگی‌های مدیران مانند توانایی و بیش اعتمادی آنها بر ریسک ورشکستگی بپردازند. همچنین نقش استراتژی‌ها بازار مانند تمرکز و هزینه بر این رابطه مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

- ✓ آقای، محمدعلی، حسنی، حسن، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر انگیزه‌های شخصی مدیران و متغیرهای حاکمیت شرکتی بر چسبندگی هزینه‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ۶ شماره ۴، صص ۱۰۹-۱۲۸.
- ✓ اسمعیلی، سهیلا، گوگردچیان، احمد، (۱۳۹۶)، پیش‌بینی ورشکستگی مالی با استفاده از صورت جریان نقد: رهیافت شبکه عصبی مصنوعی، مدیریت فرهنگ سازمانی، دوره ۱۵، شماره ۴، صص ۸۷۹-۹۰۱.
- ✓ ایرجی راد، ارسلان، بصیری قائم پسند، علی، بهبانی، نیلوفر، (۱۳۹۷)، بررسی تأثیر جریان نقد آزاد، درماندگی مالی و مکانیزم‌های نظارتی بر مدیریت سود، پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری، شماره ۹، صص ۶۰-۷۲.
- ✓ خیرخواه، رزیتا، اسعدی، عبدالرضا، زنده‌دل، احمد، (۱۳۹۸)، ارتباط تمرکز و قدرت بازار محصول با سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه بازرگانی، شماره ۹۲، صص ۱۱۳-۱۹۲.
- ✓ جمالی، جلال، متقی، علی اصغر، محمدی، محمد، (۱۴۰۰)، مطالعه مقایسه‌ای الگوهای پیش‌بینی ورشکستگی و ارائه الگوی بهینه برای محیط اقتصادی ایران، مجله توسعه و سرمایه، دوره ۶ شماره ۲، صص ۱۱۱-۱۳۴.
- ✓ داداشی، ایمان، امیری لولاکی، زهرا، (۱۳۹۸)، تنوع شرکتی و ریسک ورشکستگی؛ با تأکید بر راهبردهای تمایز و رهبری هزینه، دانش حسابداری مالی، دوره ۶ شماره ۲، صص ۱۸۵-۲۱۳.
- ✓ سامنی، روح اله، (۱۳۹۹)، بررسی رابطه رقابت در بازار محصول و انگیزه‌های مدیریت یا نقش تعدیلی ساختار مالکیت، رویکردهای پژوهش نوین در مدیریت و حسابداری، سال ۳، شماره ۱۵، صص ۷۲-۵۷.
- ✓ مختاری، حسین، (۱۳۹۹)، تأثیر فرصت‌طلبی مدیران بر عملکرد نسبی سود شرکت، چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۳، شماره ۲۷، صص ۶۳-۷۶.
- ✓ مرادی، محمد، قضا، حسین، سوخکیان، ایمان، حسین زاده، سهراب، (۱۳۹۹)، تأثیر رفتار شرکت‌های رقیب بر مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مالی، سال ۱۲، شماره ۴، صص ۱-۱۸.
- ✓ مرفوع، محمد، حسن‌زاده، سیدمصطفی، (۱۳۹۹)، مدیریت سود، رفتارهای فرصت‌طلبانه، مکانیزم نظارتی و درماندگی مالی، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۱۲، شماره ۴۸، صص ۴۳-۷۰.
- ✓ مهرگان، نادر، تیموری، یونس، (۱۳۹۹)، شاخص‌های تمرکز در صنعت، دانشنامه اقتصاد، دوره ۳، شماره ۱، صص ۱-۳.
- ✓ Armstrong, C. S., Guay, W. R. and Weber, J. P. (2010), "The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting", Journal of Accounting and Economics, Vol. 50 No. 2-3, pp. 179- 234.
- ✓ Bamber, L. S., Jiang, J., & Wang, I. Y. (2010), "What's my Style? The Influence of top Managers on Voluntary Corporate Financial Disclosure" The Accounting Review, 85(4), PP. 1131-1162.

- ✓ Bragoli. D (2021) Machine-learning models for bankruptcy prediction: do industrial variables matter? <https://doi.org/10.1080/17421772.2021.1977377>.
- ✓ Byoun, Soku ,Zhaoxia Xu (2015) Product Market Competition and Financial Decisions During a Financial Crisis, <https://doi.org/10.1111/fima.12096>
- ✓ El Diri, Malek ., ostas Lambrinouidakis, Mohammad Alhad (2020) Corporate governance and earnings management in concentrated markets, *Journal of Business Research* 108 (2020) 291–306.
- ✓ Fu, R., Kraft, A., and Zhang, H. (2012), “Financial reporting frequency, information asymmetry, and the cost of equity”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 54 No. 2-3, pp. 132-149.
- ✓ Grishunina , Sergei ., Alesya Bukreevaa and Alyona Astakhova (2022) Analysing the Determinants of Insolvency and Developing the Rating System for Russian Insurance Companies, *The 8th International Conference on Information Technology and Quantitative Management (ITQM 2020 & 2021)*.
- ✓ Katrin Weiskirchner-Merten (2022): Capital budgeting and managerial empire building, *Accounting and Business Research*, DOI: 10.1080/00014788.2021.2021502 To link to this article: <https://doi.org/10.1080/00014788.2021.2021502>.
- ✓ Mackevičius, Jonas, Ruta Šneidere, Daiva Tamulevičienė. (2019) The waves of enterprises bankruptcy and the factors that determine them: the case of Latvia and Lithuania. *Entrepreneurship and Sustainability*.
- ✓ Markarian, G. & Santalo, J. (2014), Product market competition, information and earnings management. *Journal of Business Finance & Accounting*, 41(5/6), 572-599.
- ✓ Raith, M, 2003. Competition, Risk and Managerial Incentives. *American Economic Review* 93(4), 1425-1436.
- ✓ Rodríguez-Masero , Natividad ., Jesús D. López-Manjón (2020) The Usefulness of Operating Cash Flow for Predicting Business Bankruptcy in Medium-Sized Firms, <https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i4.4079>.
- ✓ Shams, Syed, Sudipta Bose , Abeyratna Gunasekarage (2022) Does corporate tax avoidance promote managerial empire building?, *Journal of Contemporary Accounting and Economics* 18 (2022) 100293.
- ✓ Shamsudin, Adriana,. Amrizah Kamaluddin (2016) Impending Bankruptcy: Examining Cash Flow Pattern of Distress and Healthy Firms, *INTERNATIONAL ACCOUNTING AND BUSINESS CONFERENCE 2015, IABC 2015*.
- ✓ TRUONG, Thanh Hang ., La Soa NGUYEN (2022) Factors Affecting Bankruptcy Risks of Firms: Evidence from Listed Companies on Vietnamese Stock Market, Thanh Hang TRUONG, La Soa NGUYEN / *Journal of Asian Finance, Economics and Business* Vol 9 No 3 (2022) 0275–0283.
- ✓ Young, Chaur-Shiuh Young,. Chia-Hui Chen**, Fei-Liang Chien*, Tzu-Yi Yu (2014) *MANAGERIAL EMPIRE BUILDING AND SEGMENT REPORTING QUALITY: THE ROLE OF AUDITOR INDUSTRY , SPECIALIZATION, MANAGERIAL EMPIRE BUILDING AND SEGMENT REPORTING QUALITY: THE ROLE OF AUDITOR INDUSTRY SPECIALIZATION*.
- ✓ Yung, Kenneth & Nguyen, Trung, 2020. "Managerial ability, product market competition, and firm behavior," *International Review of Economics & Finance*, Elsevier, vol. 70(C), pages 102-116.